

# 真实盈余管理、多元化与公司价值的关联性

孙戈兵<sup>1,2</sup>(副教授)

**【摘要】** 本文以上市公司2004~2013年数据为样本,构建多元回归模型和联立方程组模型,实证检验了真实盈余管理、多元化与公司价值之间的关联性。实证结果说明,多元化会加剧公司真实盈余操纵行为,与应计盈余操纵没有显著关系。公司超额价值和托宾Q值与真实盈余管理负相关,与应计盈余管理正相关,在某种程度上随着真实盈余操纵程度增加,多元化折价增大,说明多元化折价的部分原因在于真实盈余操纵,不全是源于业务扩展。

**【关键词】** 应计盈余管理; 真实盈余管理; 多元化价值; 似不相关回归

**【中图分类号】** F275

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)02-0024-6

## 一、引言

多元化是增加还是减少盈余管理行为是财务管理和战略管理领域争论的焦点之一。Lim et al.(2008)认为,应计盈余与多元化正相关,由于多元化公司规模更大、经营业务更复杂,管理者更趋向于进行盈余管理;而Jiraporn et al.(2008)认为,多元化公司可以从不同领域获得不相关现金流补偿应计盈余,所以多元化可以减少应计盈余管理。当管理者使用会计操作进行盈余管理时,他们也可以通过改变投资结构和时机的真实经济行动来操纵盈余(Graham et al., 2005; Zang, 2012)。

以往学者们的研究主要集中于应计盈余与多元化之间的关系,近来许多学者认为,管理者更多通过真实盈余管理(如削减应计预算、出售固定资产、延期新项目、使用超控销售,以及进行过量生产)来操纵盈余(Graham et al., 2005; Roychowdhury, 2006)。Cohen et al.(2008)发现真实操纵与应计操纵是相互补充的策略,而Zang(2012)发现两者之间存在一定程度的替代关系,说明较高(较低)水平的不可预期真实盈余活动可以由较低(较高)水平的非正常应计盈余进行补偿。因此,应计与真实盈余管理之间是相互作用的,研究应计盈余操纵行为的同时,也有必要考察其对真实盈余操纵行为的影响,孤立地研究两者得到的结论和解释可能是有偏的和不准确的,需将两种盈余操纵行为结合起来研究才能了解盈余管理全貌。

当前,国内研究公司多元化与真实盈余管理关系的相关

文献较少,由于真实盈余操纵的产生先于应计盈余操纵活动,会计操纵(应计盈余操纵)是次要的盈余管理工具,仅仅从应计盈余与多元化关系角度研究可能是有局限的。Roychowdhury(2006)认为,在特定环境下诸如折价、应计支出减少可能是最优行动,增加当前现金流的真实盈余操纵将会降低未来现金流,产生负面影响。因此,真实盈余操纵本身导致价值降低,多元化从某种程度上促进盈余操纵活动,归因于多元化的价值损失实质上是由真实盈余管理导致的,也可以说,多元化折价与多元化盈余管理的程度有关。因此,本文从应计盈余管理和真实盈余管理角度对多元化价值效应进行研究。

尽管存在大量多元化研究文献,但真实盈余管理与多元化价值效应的相关文献十分鲜见。本文从应计盈余管理与真实盈余管理相互联系的角度,研究真实盈余管理、多元化与公司价值之间的关系,将进一步丰富盈余管理尤其是真实盈余操纵与公司多元化战略选择的相关研究。实证检验结果说明,应计盈余操纵没有损害公司价值,而真实盈余操纵是多元化折价的部分原因。本文从盈余管理角度对多元化折价提出了新的解释,并为多元化战略优化选择和行业监管提供了政策建议。

## 二、文献述评与研究假设

盈余管理包括应计盈余管理与真实盈余管理两种方式。应计盈余管理通过会计手段来操纵盈余,只改变各期盈余的分配,不改变企业盈余总额,也不会影响企业的现金流量;真实盈余管理通过对投资和金融交易的时间和结构等实

**【基金项目】** 新疆社会科学基金项目(项目编号:14BJY028); 新疆高校文科基地项目(项目编号:010114C04); 新疆大学博士启动基金项目(项目编号:BS130204)

际经营活动进行操控,偏离最优的经营活动,损害投资者的长远利益。

实证检验表明,管理者为了保持会计账面盈余而进行实际运作耗费实际现金流,这不仅代表实际的代理成本,在某种程度上也说明多元化比专业化表现出更多的代理问题(Graham et al., 2005)。Li et al.(2012)实证分析认为,管理者先于管理收购之前以折扣价格收购公司。Roychowdhury(2006)认为,在特定环境下诸如折价、应计支出减少可能是最优行动,增加当前现金流的真实盈余操纵将会降低未来现金流,产生负面影响。

真实盈余管理通过实际经营活动进行操控,导致企业偏离最优的经营活动,长期下来会削弱企业的竞争能力,更损害投资者的长远利益。真实盈余管理操作过程复杂、隐蔽性较强,导致管理成本较高,因此,真实盈余操纵本身导致企业价值降低。由此本文提出假设1:

H1:真实盈余管理与多元化价值之间负相关。

应计盈余管理通过会计手段来操纵盈余,一般只改变各期盈余的分配,不会影响企业盈余总额,也不会影响现金流量(Cohen, 2013)。Watts(1978)等研究表明,在管理层薪酬与会计业绩相关联的条件下,企业管理层有动机采取会计盈余管理行为使其薪酬最大化。陈胜蓝和卢锐(2011)研究发现,管理层通过盈余管理显著提高了货币薪酬水平。因此,在管理层薪酬与公司业绩挂钩的背景下,企业管理层有动机采取应计盈余管理行为,实现公司价值最大化,从而使其薪酬最大化。由此本文提出假设2:

H2:应计盈余管理程度与多元化价值正相关。

以前的研究文献说明,多元化公司管理者不易受到监管,缺乏优化决策的激励机制,所以相对于专业化公司来讲他们拥有更多的自主决策权利。代理理论认为,多元化是管理防御的结果。Shleifer和Vishny(1989)发现通过多元化资产可以匹配专业化人力资本从而保护自身。也有学者认为,多元化可以降低管理者的雇佣风险。很多学者认为,管理者为了增强特权、增加薪酬和扩大增加私人利益的能力才追求多元化。实证研究表明,相比专业化经营,多元化具有较低的价值(Lang和Stulz, 1994; Berger和Ofek, 1995)。也有学者认为,多元化折价是由于数据有偏和测量错误导致的(Villalonga, 2004)。在一定程度上多元化促进真实盈余操纵活动的发生,多元化公司管理者享有更多自主权利,导致其更有可能偏离最优经营业务组合。可以推断,由于真实活动操纵导致的现金流损失是多元化价值降低的部分原因,多元化价值损失越大,管理者为了盈余管理越有可能进行更多的真实盈余操纵活动。由此本文提出假设3:

H3:多元化程度与真实盈余管理正相关。

在资本市场不发达和保护制度不完善的条件下,由于管理层激励的机会主义行为效应,我国上市公司管理层为了提

高自身薪酬水平,在权衡盈余操作成本及风险后,经常采用应计项目操纵手段来进行盈余管理(袁知柱, 2014)。从难易程度和隐蔽性上看,由于应计盈余管理只需会计操纵且监管不完善、处罚水平较低,导致操作成本和诉讼风险较低,管理层偏向于进行应计盈余管理。代理理论认为,多元化不仅是管理防御的结果,也是实现管理者利益最大化的策略,可以看出,多元化与应计盈余管理的方向是一致的。由此本文提出假设4:

H4:多元化程度与应计盈余管理正相关。

### 三、研究设计

#### (一)数据获取与样本选择

本文选取2004~2013年沪深两市所有非金融上市公司A股作为样本,从中国经济研究中心的色诺芬数据库中获取数据,并结合巨潮资讯网上市公司年度报告对数据进行整理。筛选标准如下:①剔除无法判别多元化程度的公司;②剔除部分会计数据缺失的公司和所有数据异常的公司(如ST、PT类上市公司);③剔除当年销售收入占公司总销售收入的比例小于0.05的业务以及公司业务销售收入小于100万元的业务;④剔除样本观测值极端异常数据。

按照上述样本选择标准,获得1361个上市公司共6421个非均衡面板观测值。

#### (二)变量设计

1. 应计盈余管理指标。本文采用修正的Jones(1991)截面模型来度量应计盈余管理,该模型是先计算出应计项目中不可操控的部分,然后用应计项目总额减去不可操控部分即得到操控性应计项目额(该值表示应计盈余管理程度)。计算模型如下:

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(PPE_t/A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SAL_t - \Delta AR_t)/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中:TA<sub>t</sub>表示第t年的经营性应计项目总额,用营业利润与经营活动现金流量净额之间的差值表示;A<sub>t-1</sub>为公司第t-1年的年末总资产;ΔSAL<sub>t</sub>为第t年的营业收入变化额;ΔAR<sub>t</sub>为第t年的应收账款变化额;PPE<sub>t</sub>为第t年的固定资产原值。

分年度分行业对模型(1)进行截面回归,得到回归系数,然后采用下式计算得到正常的经营性应计项目额:

$$NDA_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/A_{t-1}) + \hat{\alpha}_2(PPE_t/A_{t-1}) + \hat{\alpha}_3(\Delta SAL_t - \Delta AR_t) \quad (2)$$

这样,操控性应计项目DA<sub>t</sub>可计算如下:

$$DA_t = TA_t/A_{t-1} - NDA_t$$

可用DA<sub>t</sub>来代表应计盈余管理,表示为AM,其值越大表示应计盈余管理程度越严重。

2. 真实盈余管理指标。Roychowdhury(2006)提出了三种计量真实盈余管理的指标:异常生产成本、异常应计支出和经营现金流,设计出能有效测度销售操控、生产操控和

## □ 改革·发展

费用操控这三种常见真实盈余管理行为的模型。计算模型如下:

$$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(SAL_t/A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SAL_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中:  $CFO_t$  表示第  $t$  年的经营性现金净流量。式(3)表示, 正常 CFO 是营业收入 SAL 及营业收入变化额  $\Delta SAL$  的线性函数, 将式(3)分年度分行业回归后计算出正常水平的 CFO, 然后用实际 CFO 减去正常数, 即可得到异常 CFO, 也即销售操控额  $RM\_CFO$ 。

企业生产成本 PRD 等于销售成本与年度内存货变动额之和。式(4)表示, 生产成本是销售收入 SAL、销售收入变化额  $\Delta SAL$  的线性函数, 计算出正常水平下的生产成本, 然后用实际生产成本减去正常生产成本, 即可得到异常生产成本值, 即生产操控额  $RM\_PRD$ 。

$$PRD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(SAL_t/A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SAL_t/A_{t-1}) + \alpha_4(\Delta SAL_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

正常可操控性费用是销售收入的函数, 如式(5)。由于 CCER 数据库没有披露支出及广告费用, 而是将其包含于管理费用及销售费用中, 费用操控包含管理费用及销售费用。使用与  $RM\_CFO$  同样的方法, 可以计算出异常费用操控额  $RM\_DXP$ 。

$$DXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(SAL_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

由于企业经常同时存在销售操控、生产操控和费用操控这三种真实盈余管理行为, 当公司采用真实盈余管理做大利润时, 将呈现出更低经营现金净流量、更高生产成本和更低操控性费用, 因此有:  $RM = RM\_PRD - RM\_CFO - RM\_DXP$ 。

**3. 多元化指标。**多元化的测度方式多种多样, 考虑到研究目标, 本文采用两种指标。

(1) 用基于 SIC 体系的 Herfindahl 指数来计算上市公司的多元化程度, 即:

$$HI = \sum_{j=1}^M P_j^2 \quad (6)$$

其中:  $P_j$  为第  $j$  项公司业务的销量收入与营业销售收入比;  $M$  表示具有 2 位 SIC 代码的业务数。

$HI=1$  即代表专业化经营, Herfindahl 指数越大, 表示企业的多元化程度越低。HI 的回归系数为负, 说明多元化程度与绩效正相关; 若其回归系数为正, 则表明多元化程度与绩效负相关。

(2) 离散选择变量 DIV。多元化时,  $DIV=1$ ; 否则(专业化),  $DIV=0$ 。

**4. 超额价值。**由于我国股市有效性不足, 存在比较严重的庄家参与和操纵市场行为, 文献中常用的会计指标不适宜作为企业绩效的代表性指标, 本文参照洪道麟(2006)等方法, 对年度企业绩效资产收益率(ROA)进行行业调整, 以排

除行业因素带来的影响。公司年度超额价值(EXV)计算过程如下:

$$IROA = \sum M_i \times (SI_i / TI) \quad (7)$$

$$EXV = ROA - IROA \quad (8)$$

其中:  $n$  是  $i$  业务公司的总业务数目;  $TI$  是公司各业务销售收入之和;  $SI_i$  是业务  $i$  的销售收入;  $M_i$  是公司产业  $i$  中 ROA 的中位数;  $IROA$  是公司行业调整后的超额资产收益率;  $EXV$  是公司年度超额价值。

**5. 控制变量。**本研究设置了以下控制变量: ①业规模 SIZE, 用总资产自然对数来表示; ②资产负债率 LEV, 等于负债总额/资产总额; ③股权集中度 TOP5, 等于前 5 大股东持股数量与股份总额的比值; ④会计弹性 NOA, 等于上年末净营运资金与上年营业收入的比值, 其值越大表示应计盈余操纵空间越小; ⑤流动资产周转率 ZZL, 等于主营业务收入与年初、年末平均流动资产的比值; ⑥保盈动机 SUS, 总资产收益率属于  $(0, 0.005]$  时取值为 1, 否则取值为 0; ⑦投资比 INV, 长期投资额与总资产的比例; ⑧企业市场地位 MSH, 用公司收入占行业收入总额的比例来表示; ⑨独立董事比例 DLD; ⑩公司上市年数的自然对数 AGE; ⑪市场化指数 SCH; ⑫行业哑变量 SIC, 用来控制行业差异对回归结果的影响; ⑬年度哑变量 YEAR, 用来控制宏观经济影响。

### (三) 模型构建

**1. 多元化价值模型。**

$$VD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AM_{i,t} + \beta_2 RM_{i,t} + \beta_3 HI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ZZL_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 INV_{i,t} + \beta_8 CON_{i,t} + \beta_9 DLD_{i,t} + \beta_{10} TOP5_{i,t} + \beta_{11} SIC_{i,t} + \beta_{12} YEAR_{i,t} + \varepsilon_i \quad (9)$$

模型(9)中:  $VD$  表示多元化价值, 使用超额价值  $EXV$  和  $TQ$  表示; 控制变量  $CON$  是二元变量, 若公司最终控制人是政府,  $CON=1$ , 否则为 0。其余变量前文已经解释。

**2. 盈余管理模型。**为检测真实盈余管理与公司多元化之间的关系, 在参考 Cohen(2008)、Zang(2012)、袁知柱(2014)模型的基础上, 构建如下盈余管理模型:

$$YY_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 HI_{i,t} + \alpha_2 ZSC_{i,t-1} + \alpha_3 NOA_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 MSH_{i,t} + \alpha_7 ZZL_{i,t} + \alpha_8 SUS_{i,t} + \alpha_9 SCH_{i,t} + \alpha_{10} TOP5_{i,t} + \alpha_{11} SIC_{i,t} + \alpha_{12} YEAR_{i,t} + \varepsilon_t \quad (10)$$

模型(10)中:  $YY$  表示盈余指标, 回归过程中使用真实盈余管理  $RM$  或应计盈余管理  $AM$  指标代表。其余变量含义与前文相同。

## 四、实证分析

### (一) 相关性分析

在进行多元回归分析前, 为避免多重共线性, 首先对各变量进行 Pearson 相关性检验。下面针对解释变量和控制变量分别进行检验。从表 1 和表 2 可以看出, 资产负债率与超额价值相关系数最大, 其余变量的相关系数都远远低于 0.2, 说明模型不存在多重共线性。

表1 解释变量 Pearson 相关系数

	EXV	TQ	RM	AM	HI	SIZE
EXV	1.000					
TQ	0.201	1.000				
RM	-0.154	-0.153	1.000			
AM	0.076	-0.005	0.550	1.000		
HI	0.057	0.026	0.045	0.016	1.000	
SIZE	-0.004	-0.202	-0.058	0.003	-0.102	1.000
LEV	-0.229	0.076	0.131	-0.019	-0.056	0.163

表2 主要控制变量 Pearson 相关系数

VAR	NOA	SUS	MSH	ZZL	SCH	INV
NOA	1.000					
SUS	-0.006	1.000				
MSH	0.005	-0.107	1.000			
ZZL	-0.041	-0.114	-0.082	1.000		
SCH	0.002	0.042	0.014	0.051	1.000	
INV	-0.012	0.076	0.065	-0.087	0.012	1.000

### (二) 描述性统计分析

从表3可以看出,多元化与专业化经营公司相比,真实盈余管理程度的差异达到5%的显著性水平,而应计盈余管理程度没有显著性差异。多元化样本公司内部,公司实施的应计盈余管理和真实盈余管理程度表现出一定差异,但不显著;专业化经营公司实施真实盈余管理的程度显著大于应计盈余管理程度。对于多元化经营与盈余管理的关系还需进行下一步的回归分析予以检验。

表3 盈余管理分组样本的描述性统计

A 栏:不同盈余管理方式下多元化与专业化均值差异					
	RM		AM		
	均值	T 值	均值	T 值	
DIV=1	-0.003	2.283**	0.0001	0.336	
DIV=0	0.020		0.001		
B 栏:不同战略选择下真实盈余管理与应计盈余管理均值差异					
	多元化公司		专业化公司		
	RM	AM	RM	AM	
RM	-0.003	-1.061	0.020	0.001	2.317**
AM	0.0001				

注:①平均值的检验方法是T检验;②\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

### (三) 普通最小二乘法(OLS)回归

首先运用多元回归方法及STATA11.0检验模型(9),回归结果详见表4。可以看出,不论是使用托宾Q还是超额价值

EXV作为公司价值指标,真实盈余管理程度RM与公司价值显著负相关,说明真实盈余管理导致多元化价值降低,实证结果与H1一致。应计盈余管理AM与公司价值托宾Q显著正相关,而与超额价值EXV正相关,但没有达到0.05的显著性水平,可以说明应计盈余管理没有损害公司价值,基本验证H2。多元化指标HI与公司超额价值回归系数为0.004,显著性水平达到0.001,说明多元化导致公司价值降低,这与洪道麟(2006)的结论一样。其余指标的回归结论与其他文献相同,本文不再赘述。

表4 应计与真实盈余管理对公司价值的影响

VAR	托宾Q	EXV
RM	-0.522*** (-7.58)	-0.046*** (-18.7)
AM	0.330** (2.759)	0.063 (1.84)
HI	-0.026 (-0.839)	0.004*** (3.79)
CON	0.047 (1.929)	0.005*** (5.993)
SIZE	-0.285*** (-26.8)	0.002*** (4.314)
LEV	0.228*** (4.628)	-0.026*** (-14.5)
INV	-0.257 (-1.617)	-0.038*** (-6.63)
PRO	1.343*** (10.24)	0.110*** (23.38)
GRO	0.040 (1.568)	0.008*** (8.89)
DLD	0.031** (2.688)	0.001 (1.455)
AGE	0.147*** (6.671)	-0.000 (-0.092)
TOP5	-0.053 (-0.711)	0.030*** (11.03)
N	6421	6421
A <sub>R</sub> <sup>2</sup>	0.377	0.244
F	122.206	65.858

注:①\*p<0.05,\*\*p<0.01,\*\*\*p<0.001;②常数项、YEAR和SIC回归结果省略,下同。

运用OLS方法检验模型(10),分别使用应计盈余管理AM和真实盈余管理RM作为盈余指标,检验多元化对盈余管理的影响,回归结果见表5。可以看出,多元化对应计盈余管理AM的回归系数是0.001,对真实盈余管理RM的回归系数是0.009,两者都没有达到0.1的显著性水平。OLS回归检验得出的结论是,多元化没有对应计盈余管理和真实盈余管理产生显著性影响。这个结论与袁玲(2015)等的结论一致。

表 5 多元化对盈余管理的影响(OLS)

VAR	AM	RM
HI	0.001 (0.185)	0.009 (1.261)
ROA	0.481*** (8.2)	-0.697*** (-6.9)
NOA	0.000 (0.751)	0.001** (3.120)
SUS	0.018*** (3.881)	0.022** (2.849)
ZZL	0.015*** (4.383)	0.015** (2.580)
LEV	0.001 (0.072)	0.072*** (5.927)
SIZE	0.000 (0.270)	0.008** (3.198)
MSH	-0.051 (-0.868)	-0.152 (-1.508)
TOP5	0.017 (1.716)	0.046** (2.783)
ZZL	-0.010*** (-9.30)	-0.015*** (-7.93)
SCH	-0.005*** (-5.21)	-0.005*** (-3.57)
N	6 421	6 421
A_R <sup>2</sup>	0.064	0.339
F	15.736	110.931

#### (四)似不相关回归(SURE)及分析

由于应计与真实盈余管理具有交叉性,同时有学者验证多元化与公司价值之间也是相互联系的,孤立地研究两种盈余管理方式得到的结论和解释可能是有偏的和不准确的,为了消除两者之间的相互影响,本文将模型(9)、(10)结合起来构建联立方程组, $\varepsilon$ 为随机扰动项,上述计量方程组未表达含有控制变量的方程。式(9)和式(10)存在共有的解释变量和回归系数,必须使用似不相关回归(SURE)方法;Breusch-Pagan 相关性检验的结果显示,两个计量方程均在0.05的显著性水平上同期相关,所以,本文使用似不相关回归(SURE)方法是合理的。回归结果详见表6、表7。本文列出了盈余管理对公司价值的影响、多元化对真实盈余管理的影响;由于研究结果没有显著性变化和篇幅限制,没有列出多元化对应计盈余管理的影响结果。表7中,模型(1)列示的是以托宾Q作为公司价值、真实盈余管理指标RM作为盈余指标,模型(2)列示的是以EXV作为公司价值、真实盈余管理指标RM作为盈余管理指标进行似不相关回归(SURE)的结果。

从表6可见,盈余管理对公司价值的影响没有发生实质性变化,真实盈余管理RM导致公司价值降低,应计盈余管理AM没有损害公司价值,这与使用OLS方法回归得出的结论完全一致,验证了H1和H2;从表7可以看出,多元化对真

表 6 盈余管理对公司价值的影响(SURE)

	托宾Q	EXV
RM	-0.588*** (-9.9)	-0.066*** (-26.8)
AM	0.346*** (3.37)	0.060*** (14.24)
HI	-0.065* (-2.08)	0.004*** (-3.36)
CON	0.090*** (-3.79)	0.005*** (-5.22)
SIZE	-0.273*** (-29.6)	0.002*** (-4.23)
LEV	0.646*** (-14.6)	-0.024*** (-13.0)
INV	-0.477*** (-3.49)	-0.036*** (-6.40)
PRO	1.381*** (-12.2)	0.106*** (-22.7)
GRO	0.03 (-1.530)	0.008*** (-8.99)
DLD	0.02*** (-2.94)	0.001 (-1.40)
GSH	0.0001** (-3.23)	0.0001** (3.96)
LAGE	0.148*** (-7.61)	0.001 (-0.55)
TOP5	-0.297*** (-4.64)	0.030*** (11.2)
R <sup>2</sup>	0.386	0.335
Chi2	4 142.5	3 667.2

实盈余管理RM的影响系数为0.017和0.019,都达到0.05的显著性水平,说明多元化促进公司进行真实盈余管理,验证了H3。同时,多元化对应计盈余管理AM的回归结果没有发生显著性变化,由于篇幅所限,本文没有列出,研究结论没有验证H4。

因此可以得出结论,在控制多元化价值与盈余管理的相互影响后,实证结论与H1和H2一致,尤其是多元化程度对真实盈余管理的影响从不显著转变为正向显著性影响,验证了H3,即多元化促进真实盈余操控;多元化程度对应计盈余管理的影响没有发生变化,实证检验没有验证H4,说明多元化没有促进应计盈余操控的发生。

#### (五)稳健性检验

为考察实证结果的稳健性,本文还做了如下测试:①借鉴Zang(2012)的方法,分别以 $RM1 = RM\_PRD - RM\_DXP$ 和 $RM2 = -RM\_CFO - RM\_DXP$ 作为真实盈余管理的衡量指标,放入模型进行回归,验证对公司价值的影响;②以二元变量DIV作为多元化经营的衡量指标,放入模型进行回归,验证多元化对盈余管理的影响;③以净资产收益率ROE作为公司价值,使用似不相关回归(SURE)验证

表 7 多元化对 RM 的影响(SURE)

VAR	模型(1)	模型(2)
	托宾 Q-RM	EXV-RM
HI	0.017* (2.387)	0.019** (2.722)
ROA	-0.770*** (-7.73)	-1.253*** (-12.68)
NOA	0.001** (3.014)	0.001** (2.837)
SUS	0.023** (2.900)	0.025** (3.245)
GRO	0.016** (2.744)	0.022*** (3.811)
LEV	0.069*** (5.674)	0.048*** (3.945)
SIZE	0.008*** (3.335)	0.009*** (3.648)
MSH	-0.143 (-1.421)	0.037 (0.371)
TOP5	0.050** (2.985)	0.070*** (4.203)
ZZL	-0.015*** (-8.02)	-0.016*** (-8.52)
SCH	-0.037** (-3.14)	-0.037** (-3.15)
R <sup>2</sup>	0.342 2	0.334 9
Chi2	3 379.34	3 671.87

多元化、公司价值及真实盈余管理和应计盈余管理的关系。结果显示,以上稳健性检验的结果与前文的实证结果没有实质性差异。

## 五、主要结论与政策启示

### (一)主要结论

国外有关多元化与盈余管理关系的研究存在不同的结论,而国内相关问题的研究文献十分鲜见。本文不仅从应计盈余与真实盈余操纵方面研究盈余管理与多元化价值效应,而且构建联立方程组计量模型,从盈余管理与多元化价值之间的相互影响展开研究。控制多元化与公司价值的相互作用后,主要实证检验结论如下:①公司多元化导致价值降低,这与以往很多学者(洪道麟等,2006)的研究结论完全一致;真实盈余管理导致多元化价值(不论是托宾 Q 还是超额价值)降低,应计盈余管理不损害公司多元化价值,实证检验不仅验证了多元化折价,而且验证了真实盈余管理对公司价值存在显著性影响。②应计盈余与真实盈余操控对多元化价值的影响没有发生实质性变化,而多元化程度与真实盈余管理由没有显著相关性转变为显著相关,与应计盈余管理没有显著相关性。③应计盈余与真实盈余操控对多元化没有显著性影响。不论是使用 Roychowdhury(2006)还是 Zang(2012)的真

实盈余测量方法,真实盈余操控对多元化没有显著性影响。综合上述分析可以得出结论,过度多元化导致价值损失,而多元化折价部分是由真实盈余操控导致的,不完全是由业务扩展导致的。

### (二)政策启示

第一,多元化是企业经营的战略工具和手段,多元化并不意味着提高公司价值;相反,过度多元化将导致价值损失,公司管理者在战略决策中应该避免盲目过度多元化,多元化绩效差的公司应该降低多元化程度,提升专业化水平和公司经营绩效。第二,上市公司行业监管部门应当完善行业监管、加大处罚力度,增加多元化公司违规操控成本,减少真实盈余操控对公司价值的减损,在一定程度上抑制多元化公司管理层进行真实盈余管理而损失公司价值的行为。

### 主要参考文献:

- 陈胜蓝,卢锐.新股发行、盈余管理与高管薪酬激励[J].管理评论,2011(7).
- 李增福,林盛天,连玉君.国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J].管理工程学报,2013(3).
- 谢柳芳,朱荣,何苦.退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J].审计研究,2013(1).
- 袁知柱,王泽桑,郝文瀚.机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J].管理科学,2014(5).
- 张宏亮.多元化的盈余质量效应:中国上市公司的证据[J].北京工商大学学报,2012(3).
- Cohen D., Zarowin P.. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010(1).
- Graham J., Harvey C., Rajgopal S.. The economic implications of corporate financial reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(40).
- Hoechle D., Schmid M., Walterd I., Yermack D.. How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2012(103).
- Kim J. B., Sohn B. C.. Real earnings management and cost of capital [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013(6).
- Lim C., Thong T.Y., Ding Osma B. G.. Board Independence and real earnings management: The Case of R & D Expenditure [J]. Corporate Governance: An International Review, 2008(2).
- 作者单位:1.新疆大学管理创新中心,乌鲁木齐 830046; 2.新疆大学经济与管理学院,乌鲁木齐 830046